

银河娱乐集团有限公司 (27 HK)

评级：买入；目标价：HK\$60.9

19年第二季业绩优于预期

19年第二季业绩优于预期，利润率创季度历史新高

第二季银河娱乐净收入为 131.7 亿港元(同比下跌 5.0%)，经调整 EBITDA 为 43.3 亿港元(同比微升 0.1%，环比升 8.8%)，较我们预测高 5.1%，主要由于 1) 贵宾厅业务的净赢率提升；2) 核心中场保持稳健增长；3) 较高利润率的中场业务占比提升及 4) 建筑材料业务的贡献所带动。期内，集团经调整 EBITDA 利润率为 32.9%(同比增加 2.8 个百分点，环比增加 2.3 个百分点)，创季度历史新高，反映公司保持优秀的执行力及经营效率。我们估计 19 年第二季银河娱乐在贵宾厅及中场赌牌的市占率环比分别上升 1.3 个百分点及 0.1 个百分点。

贵宾厅前景较为审慎，但庞大的中场客户基础能够抵销影响

19 年上半年集团贵宾厅业务持续承压，主要由于 1) 全球经济放缓；2) 路氹新供应的竞争加剧及 3) 海外地区性竞争等因素。管理层在日前的电话会议中指出贵宾厅在第三季开局表现继续疲弱，但透露集团的中场客户持续增长，其中核心中场良好的表现足以抵销高端业务下跌的影响。第二季来自中场毛收入占比(包括中场赌枱及角子机)提升至 51.8%，我们预测 19 年贵宾厅对集团 EBITDA 的占比将减少至 13%。

巨大的发展潜力及健康的财务状况

管理层预期旗舰新项目“澳门银河”第三期将在 2021 年初分阶段开业，预计第四期将在 2022 年前开业，我们稍微调整“澳门银河”第三期的开业日期及盈利贡献。第三期包括了 1,500 间酒店房间、40 万平方米的会展空间、16,000 个座位的多用途场馆及娱乐场等，三、四期落成后整个“澳门银河”的版图将扩大一倍，大幅增加对旅客的承载力。另一方面，公司目前持有净现金达 439 亿港元，为未来发展横琴及日本综合度假村带来充足资金。

看好公司长线发展，维持目标价\$60.9 港元，重申“买入”评级

我们认为投资人忽视今明两年公司日益提升的利润率及中场客户贡献，而银河娱乐拥有全澳门最大的土地储备，具备长线增长潜力。基于第二季经营状况，我们分别下调 19 年、20 年及 21 年贵宾厅毛收入预测 12%、10% 及 8%，并同时上调中场赌枱毛收入 4%、2% 及 1%。由于微调后集团的 19 及 20 年预测经调整 EBITDA 变化不大，故此我们维持目标价 \$60.9 港元，这对应 19 年 13.5 倍 EV/EBITDA 和 37.4% 的上升空间，重申“买入”评级。

风险提示

(一) 签证政策收紧；(二) 赌场续牌风险；(三) “澳门银河”三期新项目延期开业

主要财务数据

截止至12月31日财政年度(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净收入	48,640	55,211	52,914	57,807	66,485
同比增长	17.1%	13.5%	-4.2%	9.2%	15.0%
经调整EBITDA	14,147	16,857	16,589	18,223	20,806
同比增长	36.7%	19.2%	-1.6%	9.9%	14.2%
股东应占溢利	10,504	13,507	14,007	14,244	16,627
同比增长	67.2%	28.6%	3.7%	1.7%	16.7%
经调整EBITDA利润率	29.1%	30.5%	31.4%	31.5%	31.3%
市盈率(X)	18.2	14.3	13.8	13.5	11.6
EV/EBITDA(X)	11.3	9.2	9.2	8.3	6.8
股息率(%)	1.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.6%
每股盈利(港元)	2.45	3.13	3.24	3.30	3.85
每股股息(港元)	0.74	0.95	0.97	0.99	1.16
派息比率(%)	30%	30%	30%	30%	30%

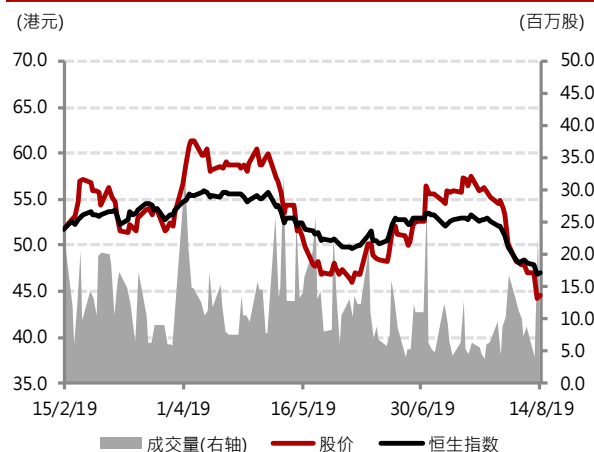
资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

公司基本资料 (更新至 2019 年 8 月 14 日)

现价：	44.65	(港元)
总市值：	193,447.51	(百万港元)
流通股比例：	46.12	(%)
已发行总股本：	4,332.53	(百万股)
52 周价格区间：	39.95-62.1	(港元)
3 个月内日均成交额：	540.78	(百万港元)
主要股东：	吕志和、吕耀东	(占 41.75%)

资料来源：彭博

价格及成交量走势



资料来源：彭博

相关报告

更新报告：吸引的建仓水平，升级至“买入”(评级：买入；目标价：60.9 港元) - 20190531

更新报告：19 年首季业绩符合预期(评级：增持；目标价：60.9 港元) - 20190517

更新报告：四季度业绩超预期，中场增长抵销贵宾厅下降(评级：增持；目标价：63.1 港元) - 20190304

更新报告：“澳门银河”一、二期调研(评级：增持；目标价：60.3 港元) - 20190221

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1：银河娱乐(27 HK)季度业绩表现(百万港元)

百万港元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2Q19	
											Q/Q %	Y/Y %
总收益	14,472	14,812	16,294	18,385	18,931	18,675	17,259	18,546	16,849	16,709	-1%	-11%
净收益	11,130	11,408	12,239	13,870	14,135	13,928	12,998	14,158	13,045	13,174	1%	-5%
净博彩收入	9,329	9,373	10,291	11,627	11,921	11,898	11,068	12,138	11,091	11,173	1%	-6%
非博彩收入	1,187	1,184	1,268	1,322	1,303	1,274	1,361	1,369	1,338	1,285	-4%	1%
建筑材料	614	852	680	921	911	757	569	651	616	716	16%	-5%
经调整EBITDA	3,180	3,286	3,522	4,159	4,319	4,326	3,879	4,333	3,983	4,332	9%	0%
澳门银河	2,583	2,480	2,710	3,357	3,262	3,219	2,957	3,433	3,023	3,235	7%	0%
星际酒店	649	768	799	751	1,003	987	927	893	949	943	-1%	-4%
澳门百老汇	6	1	-4	7	13	2	9	8	15	6	-60%	200%
城市娱乐会	24	25	29	29	26	28	28	29	27	29	7%	4%
建筑材料	115	206	188	235	223	315	197	205	200	364	82%	15%
企业开支	-197	-194	-200	-220	-208	-226	-239	-235	-231	-245	6%	9%
经调整EBITDA利润率	28.6%	28.8%	28.8%	30.0%	30.6%	31.1%	30.0%	30.6%	30.5%	32.9%	2.4%pt	1.8%pt
博彩数据												
博彩收益	13,121	13,268	14,893	16,687	17,184	17,153	15,834	17,043	15,380	15,198	-1%	-11%
贵宾厅毛收入	6,841	7,056	8,222	9,481	9,868	9,744	8,604	9,034	7,429	7,325	-1%	-25%
贵宾厅转码数	197,764	198,636	235,041	280,698	288,792	289,318	264,491	260,505	203,568	179,666	-12%	-38%
净赢率	3.46%	3.55%	3.50%	3.38%	3.42%	3.37%	3.25%	3.47%	3.65%	4.08%	0.4%pt	0.7%pt
中场毛收入	5,755	5,694	6,104	6,655	6,715	6,836	6,608	7,328	7,345	7,266	-1%	6%
中场投注额	24,087	24,155	25,542	26,640	28,510	29,653	29,923	31,571	30,463	30,391	0%	2%
净赢率	23.9%	23.6%	23.9%	25.0%	23.6%	23.1%	22.1%	23.2%	24.1%	23.9%	-0.2%pt	0.9%pt
角子机毛收入	525	518	567	551	601	573	622	681	606	607	0%	6%
角子机投注额	15,030	15,270	15,638	15,936	17,829	18,240	18,202	18,191	16,178	16,647	3%	-9%
净赢率	3.5%	3.4%	3.6%	3.5%	3.4%	3.1%	3.4%	3.7%	3.7%	3.6%	-0.1%pt	0.5%pt

资料来源：公司资料；中泰国际研究部

图表 2：澳门银河、星际酒店及澳门百老汇季度业绩表现(百万港元)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2Q19	
											Q/Q %	Y/Y %
澳门银河												
净收入	8,090	7,784	8,696	10,115	9,844	9,949	9,337	10,361	9,264	9,526	3%	-4%
博彩净收入	7,094	6,788	7,617	9,001	8,732	8,869	8,181	9,201	8,130	8,405	3%	-5%
非博彩收入	996	996	1,079	1,114	1,112	1,080	1,156	1,160	1,134	1,121	-1%	4%
经调整EBITDA	2,583	2,480	2,710	3,357	3,262	3,219	2,957	3,433	3,023	3,235	7%	0%
经调整EBITDA利润率	31.6%	31.6%	31.4%	33.6%	33.1%	32.4%	31.7%	33.1%	32.6%	34.0%	1.3%	1.6%
博彩数据												
博彩毛收入	9,536	9,114	10,505	12,412	12,186	12,387	11,315	12,363	10,823	11,006	2%	-11%
贵宾厅毛收入	5,113	4,830	5,854	7,263	7,153	7,304	6,354	6,612	5,253	5,501	5%	-25%
贵宾厅转码数	131,755	132,899	164,876	191,995	204,938	208,506	189,607	172,378	135,344	125,051	-8%	-40%
净赢率	3.88%	3.63%	3.55%	3.78%	3.49%	3.50%	3.35%	3.84%	3.88%	4.40%	0.5%pt	0.9%pt
中场赌枱毛收入	3,968	3,845	4,169	4,682	4,524	4,610	4,434	5,178	5,068	4,993	-1%	8%
中场投注额	13,920	14,063	15,148	15,939	16,754	17,289	17,650	18,593	17,906	18,118	1%	5%
净赢率	28.5%	27.3%	27.5%	29.4%	27.0%	26.7%	25.1%	27.8%	28.3%	27.6%	-0.7%pt	0.9%pt
角子机毛收入	454	439	482	467	509	473	527	573	502	512	2%	8%
角子机投注额	11,385	11,187	11,708	11,782	13,590	13,311	13,026	12,851	11,106	11,235	1%	-16%
净赢率	4.0%	3.9%	4.1%	4.0%	3.7%	3.6%	4.0%	4.5%	4.5%	4.6%	0.0%pt	1.0%pt
酒店入住率	97%	97%	98%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%pt	0.0%pt
星际酒店												
净收入	2,264	2,620	2,724	2,659	3,210	3,060	2,916	2,973	2,987	2,756	-8%	-10%
博彩净收入	2,139	2,496	2,598	2,523	3,088	2,938	2,794	2,839	2,858	2,663	-7%	-9%
非博彩收入	125	124	126	136	122	122	122	134	129	93	-28%	-24%
经调整EBITDA	649	768	799	751	1,003	987	927	893	949	943	-1%	-4%
经调整EBITDA利润率	28.7%	29.3%	29.3%	28.2%	31.2%	32.3%	31.8%	30.0%	31.8%	34.2%	2.4%	2.0%
博彩数据												
博彩毛收入	3,028	3,565	3,758	3,618	4,422	4,157	3,912	4,058	3,960	3,559	-10%	-14%
贵宾厅毛收入	1,703	2,102	2,292	2,116	2,670	2,407	2,191	2,386	2,165	1,789	-17%	-26%
贵宾厅转码数	63,066	62,698	66,891	85,920	82,293	79,703	73,750	87,317	67,580	53,905	-20%	-32%
净赢率	2.70%	3.35%	3.43%	2.46%	3.24%	3.02%	2.97%	2.73%	3.20%	3.32%	0.1%pt	0.3%pt
中场赌枱毛收入	1,291	1,426	1,425	1,467	1,709	1,704	1,680	1,630	1,749	1,730	-1%	2%
中场投注额	7,171	7,294	7,435	7,696	8,547	9,146	9,062	9,620	9,265	8,877	-4%	-3%
净赢率	18.0%	19.6%	19.2%	19.1%	20.0%	18.6%	18.5%	16.9%	18.9%	19.5%	0.6%pt	0.9%pt
角子机毛收入	34	36	41	35	43	46	41	42	46	40	-13%	-13%
角子机投注额	1,594	1,668	1,570	1,640	1,710	1,920	1,945	2,010	2,018	1,967	-3%	2%
净赢率	2.1%	2.2%	2.6%	2.1%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	2.0%	-0.2%pt	-0.4%pt
酒店入住率	98%	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%pt	0.0%pt
澳门百老汇												
净收入	136	127	105	146	142	131	145	145	151	147	-3%	12%
博彩净收入	72	64	47	74	75	63	65	69	76	76	0%	21%
非博彩收入	64	63	58	72	67	68	80	76	75	71	-5%	4%
经调整EBITDA	6	1	-4	7	13	2	9	8	15	6	-60%	200%
经调整EBITDA利润率	4.4%	0.8%	-3.8%	4.8%	9.2%	1.5%	6.2%	5.5%	9.9%	4.1%	-5.9%	2.6%
博彩数据												
博彩毛收入	83	72	54	83	83	71	73	76	85	84	-1%	18%
中场赌枱毛收入	75	64	48	75	73	59	62	65	70	73	4%	24%
中场投注额	445	399	252	359	368	322	368	346	342	343	0%	7%
净赢率	16.9%	16.1%	19.1%	20.8%	19.8%	18.3%	16.9%	18.8%	20.5%	21.3%	0 bps	0 bps
角子机毛收入	8	8	6	9	10	12	11	11	15	11	-27%	-11%
角子机投注额	201	308	183	327	409	516	509	509	554	444	-20%	-14%
净赢率	4.0%	2.6%	3.1%	2.7%	2.4%	2.4%	2.1%	2.1%	2.7%	2.5%	-0.2%pt	0.1%pt
酒店入住率	100%	100%	61%	100%	100%	100%	96%	97%	95%	100%	5.0%pt	0.0%pt

资料来源：公司资料；中泰国际研究部

图表 3：盈利预测调整

损益表(百万港元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
净收入	53,741	58,890	69,143	52,914	57,807	66,485	-2%	-2%	-4%
博彩税	-24,244	-26,221	-29,471	-23,127	-25,052	-28,428	-5%	-4%	-4%
物料成本	-1,317	-1,446	-2,014	-1,326	-1,467	-1,771	1%	1%	-12%
雇员开支	-8,654	-9,688	-9,979	-8,654	-9,688	-9,979	0%	0%	0%
企业企业开支	-952	-1,000	-1,030	-952	-1,000	-1,030	0%	0%	0%
经调整EBITDA	16,559	18,188	21,905	16,589	18,223	20,806	0%	0%	-5%
折旧及摊销	-2,640	-3,422	-4,017	-2,640	-3,422	-4,017	0%	0%	0%
经营利润	13,589	13,836	17,358	13,619	13,871	16,259	0%	0%	-6%
利息收入	845	893	1,008	930	846	877	10%	-5%	-13%
财务开支	-133	-144	-149	-150	-125	-125	13%	-13%	-16%
其他非经营开支	0	0	0	-150	-110	-120	-	-	-
除税前利润	14,300	14,585	18,217	14,248	14,483	16,891	0%	-1%	-7%
税项	-172	-175	-219	-171	-174	-203	0%	-1%	-7%
净利润	14,129	14,410	17,998	14,077	14,309	16,689	0%	-1%	-7%
非控股权益	-63	-63	-63	-70	-65	-62	11%	4%	-1%
股东应占溢利	14,066	14,347	17,935	14,007	14,244	16,627	0%	-1%	-7%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 4：分部收入预测调整

百万港元	旧预测			新预测			变动(%)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
贵宾厅	31,997	33,103	36,080	28,182	29,795	33,329	-12%	-10%	-8%
同比增长	-14%	3%	9%	-24%	6%	12%			
中场赌枱	27,138	30,707	35,530	28,181	31,260	35,756	4%	2%	1%
同比增长	5%	13%	16%	10%	11%	14%			
角子机	2,388	2,731	3,179	2,324	2,520	3,055	-3%	-8%	-4%
同比增长	4%	14%	16%	1%	8%	21%			
非博彩收入	5,488	6,232	9,807	5,488	6,307	8,176	0%	1%	-17%
同比增长	4%	14%	57%	4%	15%	30%			
城市娱乐会及其他	3,006	3,095	3,185	3,063	3,155	3,246	2%	2%	2%
同比增长	0%	3%	3%	2%	3%	3%			

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

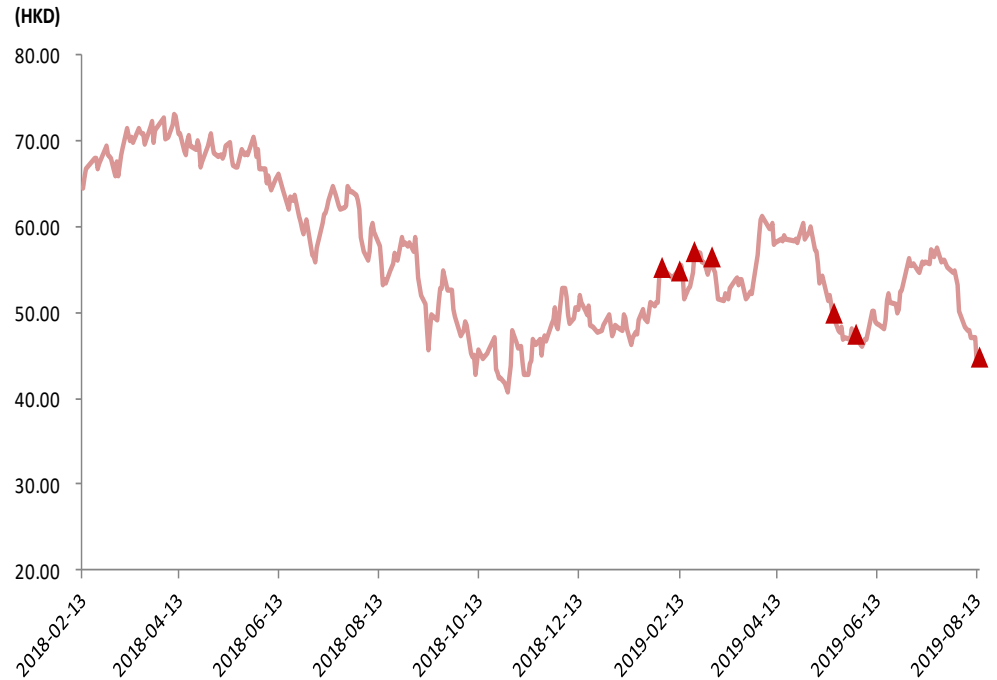
图表 5 : 财务报表 (年结: 12 月 31 日 ; 百万港元)

损益表(百万港元)						现金流量表(百万港元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净收入	48,640	55,211	52,914	57,807	66,485	净利润	10,516	13,570	14,077	14,309	16,689
博彩税	-21,999	-25,620	-23,127	-25,052	-28,428	折旧及摊销	3,349	3,316	2,746	3,528	4,124
物料成本	-1,262	-1,199	-1,326	-1,467	-1,771	营运资本变动	5,066	-2,319	-66	-413	257
雇员开支	-6,987	-7,576	-8,654	-9,688	-9,979	其他	-411	-783	-780	-722	-753
其他经营开支	-3,435	-3,053	-2,267	-2,376	-4,471	经营活动现金流	18,520	13,784	15,978	16,702	20,317
企业企业开支	-810	-907	-952	-1,000	-1,030	资本开支	-2,008	-3,009	-10,000	-10,900	-7,150
经调整EBITDA	14,147	16,857	16,589	18,223	20,806	其他	-9,108	-8,230	0	0	0
EBITDA	13,489	16,124	16,259	17,293	20,276	投资活动现金流	-11,117	-11,238	-10,000	-10,900	-7,150
折旧及摊销	-3,349	-3,316	-2,640	-3,422	-4,017	净借贷	3,715	-864	-2,300	-454	-750
经营利润	10,141	12,808	13,619	13,871	16,259	股息	-2,526	-3,930	-3,929	-4,353	-4,631
利息收入	627	1,061	930	846	877	其他	291	332	780	722	753
财务开支	-64	-139	-150	-125	-125	融资活动现金流	1,480	-4,462	-5,449	-4,085	-4,628
其他非经营开支	-75	-118	-150	-110	-120	现金增加净额	8,884	-1,916	529	1,718	8,539
除税前利润	10,628	13,613	14,248	14,483	16,891	汇率变动影响	15	-8	0	0	0
税项	-113	-43	-171	-174	-203	现金及现金等价物期初余额	19,897	17,565	14,486	15,015	16,733
净利润	10,516	13,570	14,077	14,309	16,689	现金及现金等价物期末余额	17,565	14,486	15,015	16,733	25,271
非控股权益	-11	-63	-70	-65	-62						
股东应占溢利	10,504	13,507	14,007	14,244	16,627						
资产负债表(百万港元)						主要财务比率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	17,565	14,486	15,015	16,733	25,271	增长率(%)					
受限制现金	175	1,562	1,562	1,562	1,562	总收入	21.1%	14.8%	-8.4%	8.6%	14.4%
应收账款	1,962	1,860	1,704	1,851	2,118	净收入	17.1%	13.5%	-4.2%	9.2%	15.0%
存货	171	190	174	189	216	经调整EBITDA	36.7%	19.2%	-1.6%	9.9%	14.2%
其他流动资产	228	214	196	213	243	EBITDA	37.0%	19.5%	0.8%	6.4%	17.2%
流动资产合计	20,101	18,312	18,650	20,547	29,410	净利润	67.2%	28.6%	3.7%	1.7%	16.7%
固定资产-物业、厂房	29,534	27,091	26,764	35,755	42,600	利润率(%)					
在建工程	2,268	4,268	12,268	11,068	7,668	经调整EBITDA利润率	29.1%	30.5%	31.4%	31.5%	31.3%
租赁土地及土地使用权	5,013	4,921	4,831	4,741	4,651	经营利润率	20.8%	23.2%	25.7%	24.0%	24.5%
无形资产	921	722	616	510	403	净利润率	21.6%	24.5%	26.5%	24.6%	25.0%
合营企业	1,518	1,631	1,631	1,631	1,631	平均股本回报率	20.6%	22.9%	20.8%	18.3%	18.7%
金融资产	23,688	25,779	25,779	25,779	25,779	平均资产回报率	14.0%	15.9%	15.4%	14.3%	15.1%
其他非流动资产	771	4,658	4,658	4,658	4,658	资产周转率	85.2%	85.8%	73.7%	73.1%	75.5%
非流动资产合计	63,713	69,070	76,546	84,141	87,390	估值					
总资产	83,815	87,382	95,197	104,688	116,800	市盈率(X)	18.2	14.3	13.8	13.5	11.6
应付账款	17,237	14,828	14,580	14,337	14,903	EV/EBITDA(X)	11.3	9.2	9.2	8.3	6.8
短期借贷	9,685	8,804	6,504	6,050	5,300	市账率(X)	3.4	3.1	2.7	2.3	2.0
其他流动负债	113	107	98	107	122	股息率(%)	1.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.6%
流动负债合计	27,035	23,738	21,182	20,494	20,325	每股指标(港元)					
长期借贷	259	251	251	251	251	每股盈利(港元)	2.45	3.13	3.24	3.30	3.85
其他长期负债	504	563	563	563	563	每股股息(港元)	0.74	0.95	0.97	0.99	1.16
长期负债合计	764	814	814	814	814	派息比率(%)	30%	30%	30%	30%	30%
总负债	27,799	24,552	21,996	21,307	21,139	每股净值	9.66	10.86	12.95	14.42	16.81
非控股权益	534	550	620	685	747						
股本	21,469	22,017	22,017	22,017	22,017						
储备	34,013	40,263	50,564	60,679	72,897						
股东权益	55,482	62,280	72,581	82,695	94,914						
股东权益及负债	83,815	87,382	95,197	104,688	116,800						

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	01/02/2019	HK\$54.00	「增持」(首次覆盖)	HK\$60.30
2	21/02/2019	HK\$54.70	「增持」(维持)	HK\$60.30
3	04/03/2019	HK\$54.40	「增持」(维持)	HK\$63.10
4	17/05/2019	HK\$51.10	「增持」(维持)	HK\$60.90
5	31/05/2019	HK\$46.90	「买入」(上调)	HK\$60.90
6	15/08/2019	HK\$44.65	「买入」(维持)	HK\$60.90

资料来源：彭博；中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。